

『証券会社の経営破綻と資本市場法制』の出版について

専修大学法科大学院教授 松岡啓祐

1. はじめに

平成25年6月に、私は、『証券会社の経営破綻と資本市場法制——投資者保護基金制度を中心として』というタイトルの研究書を、中央経済社から出版させて頂いた。私としては、初めてとなる論文集である。その内容は、証券会社（アメリカでは証券業者ないしブローカー・ディーラーという）の経営破綻に対する制度的な対応、特に投資者保護基金制度の意義と課題を中心として、金融商品取引法等からなる資本市場法制の在り方を検討したものである。

ここで「資本市場（キャピタル・マーケット）」とは、証券市場ないし株式市場を含む包括的な表現であり、企業がその活動資金となる資本を得る市場を広く意味し、ここ数年わが国のこの分野では一般的に使用されるようになっている。さらに広く、金融・資本市場といわれることも多い。アメリカの証券市場規制との比較法制度の研究が、私のこれまでの一貫した研究テーマを形成している。本書もタイトルが長くなりすぎるため入っていないが、その内容はアメリカの法制度をメインにしつつ、わが国の法制度との比較検討をしたものである。

今村研究室の室報の読者の方々には、本書のタイトルにある「証券会社」については、どのようなイメージを持たれているであろうか。株式等を扱う金融機関であるが、株式を身近に感じる方は多くないかもしれない。ここ数年、わが国では大規模なインサイダー取引等の続発などといった証券市場の不祥事が相次いでいる。そこでは、見逃されがちかもしれないものの、実は、常に証券会社の存在ないし役割がクローズアップされる側面が大きい。そうした事件がわが国の商法・会社法・金融商品取引法に影響を大きく及ぼしている。とりわけ金融商品取引法と会社法については、その融合が進み、学会でも数年前からこの2つの法律を統合した公開会社法制度の構想が重要な検討課題であるとの認識が広く浸透してきた。この点、すでに実務的には上場会社等については実質的に両法を同時に扱うことが一般的になってお

り、そうした法制度のもとでは、資本市場を支える証券会社の役割が著しく重要性を増している。そこで、証券会社の法的研究の必要性が認められるのである。

そこで、本研究室の室長となったばかりで若干恐縮ではあるものの、それらの内容を室員の方々に紹介し、資本市場を巡る重要な法分野に関する先行業績として関心を持ってもらいたい。そのなかで、著書の特色や執筆の意図等に加えて、著書の出版にとって重要な背景となっている資本市場法制を巡る近時の社会的状況や学問状況等について触れていくことにする。

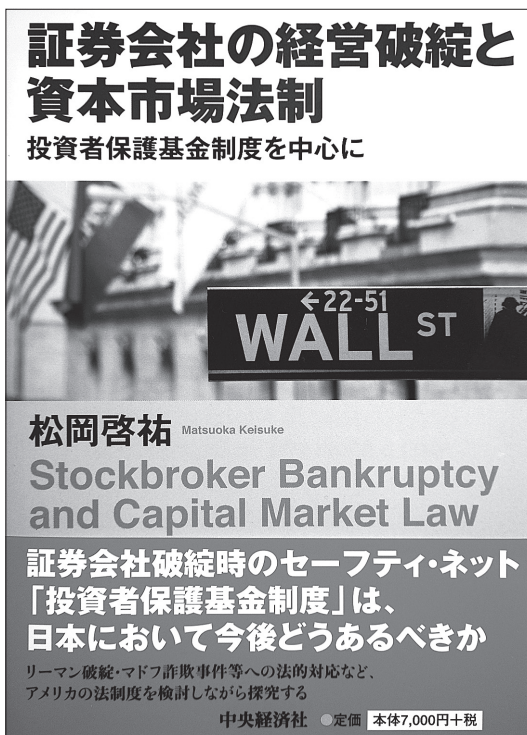
2. 本書所収論文公表の経緯

1. 第1編と専修法学論集の掲載論文

本書の内容は私のこれまでの研究生活のある意味で中間まとめないし総括といった趣があり、それぞれに思い出深いところである。もとよりほかにも多くの論稿を公表してはいるものの、研究の中心には本書のテーマがあり、今後もその継続的なフォローアップは重要である。証券市場の動きは早く、常に新しい事件が発生する

ため、どの分野もそうかもしれないが、研究には終わりはなく、やり甲斐は尽きない。

まず第1編については、専修大学に奉職したところからおよそ7年にわたり専修法学論集に連載させて頂いた「アメリカにおける証券会社破産と顧客の地位 (1)～(8・完)」をメインとして、それに現在の状況を加味して、大幅に加筆修正を加えたものである。具体的には、専修大学法学論集72号、73号、74号、75号と続き、ひとつ空いて、77号、78号に掲載し、2000年の私法学会における学会報告等を間に挟みつつ、82号、94号で一



区切りとしている。その期間は、1998年から2005年に及んでいる。本論文の執筆に当たっては、早稲田大学の上村達男教授から、重要なテーマの方向性のみならず、その内容についても詳細な指摘等を頂くという大変な幸運に恵まれた。証券会社の経営破綻というテーマは、わが国で有名な山一證券の経営破綻等といったいわゆる金融危機が1997年に起きる数年前にその重要性を示唆頂き、研究を始めていたものであり、ほとんどの方々はそうした状況が起きるとは想像もしていなかった頃である。

また、その他のテーマなどについても、上村先生には、大学院の博士課程の論文から現在に至るまで常に丁寧なご指導を頂いており、改めて深く心より感謝を申し上げなければならない。本書所収の各論文も不十分ではあるものの、その市場法論及び公開会社法理論に大きな影響を受けている。上村先生の公開会社法理論については、上村達男『会社法改革——公開株式会社法の構想』(岩波書店、2002年)が詳しい。私の論文のなかにも、上村先生の貴重な御論稿を多数引用させて頂いており、その卓越した先見性と深い洞察力には常日頃から畏敬の念を抱いているところである。上村先生は現在、法制審議会の中心的な委員になり、会社法の改正をリードする存在となっている。もとより本書の誤りや不十分な点はすべて著者の責任である。

2. 第2編と学会報告論文等

そして、第2編第1章は、ほぼ10年前である2003年に大学院の修士課程(2年間)と博士後期課程(3年間)の双方にわたり丁寧なご指導を頂いた酒巻俊雄先生(現在は早稲田大学名誉教授)の古稀記念論文集に掲載させて頂いた論文である「証券業者の経営破綻時における投資者保護の意義とリスク負担—米国証券投資者保護法(SIPA)を巡る近時の議論を中心に—」酒巻俊雄先生古稀記念論文集『21世紀の企業法制』761頁以下(商事法務、2003年)を中心としたものである。大学院の指導教授である酒巻俊雄早稲田大学名誉教授には今も東京商事法研究会等を通じて、常に暖かい指導を頂いている。

また、早稲田大学の尾崎安央教授、川島いづみ教授にも大学院生の頃から折に触れ、貴重な助言を頂くとともに、様々な研究・学会活動で一緒させて頂いている。さらに、新山雄三専修大学名誉教授は現在の商法学会のリーダーの1人であり、専修大学入職以来、親しくご指導頂き、先生が中心となられている関西商事法研究会

にも参加させて頂くなかで、全国の商法・企業法を専攻される諸先生方からも有益なご助言を頂いており、深く感謝しているところである。

第2編第2章は、2000年に明治大学で開催された私法学会における個別報告である「証券会社の経営破綻と補償対象債権の法的意義」私法63号262頁以下（2001年）をかなり加筆しつつ、収録している。学会報告時私は助教授であり、その司会は、現在テレビや新聞、ラジオ等といったマスコミにもたびたび登場する野村修也中央大学教授に務めて頂いた。前述した1997年の山一証券の自主廃業といった経営破綻等が発生した直後の状況に当たったこともあり、とても緊張感のある学会報告となって、幸いなことに参加した諸先生方から活発な質問も出された。すでにそれから10年以上が経過したことになるが、学会報告というものは研究者としては、学会デビューという意味を持つきわめて重要なイベントであり、思い出深く懐かしい。本章はその内容をまとめた、『私法』の内容を基に、加筆修正をしたものである。なお、私法学会にはその後、懇談会の委員や個別報告の審査委員等として関与することにもなった。

3. 第3編と様々な記念論文集への掲載等

第3編第1章は、2011年に発行された、石山卓磨先生と上村達男先生の還暦記念論集である『比較企業法の現在』（成文堂）に掲載した「アメリカにおける証券業者の自己資本規制について―連邦証券諸法のネット・キャピタル・ルールの形成過程の検討を中心に―」を加筆修正したものである。石山先生と上村先生は酒巻先生の入門を代表される先生であり、大学院の頃から大変お世話になっている。石山先生（現在は日本大学法科大学院教授）は主に事実上の取締役理論で、会社法の分野ではきわめて著名な先生であるだけでなく、旧司法試験制度の時代から司法試験に関する著作を多く出版され、受験生達から強く支持されておられる。普段は真面目なだけでなく、ユーモアに富むお人柄である。

第3編第2章は、1999年の奥島孝康教授（現在は早稲田大学名誉教授）の還暦記念論集第1巻『比較会社法研究』（成文堂）に掲載した「日米における証券業者の顧客資産保管規制の一考察」に加筆したものである。奥島先生は早稲田大学の元総長であるほか、社会的活動も多く行っておられ、私も大学院時代から英語とフランス

語の勉強等で大変お世話になった先生である。現在でも大変ご活躍になっておられる。ちなみに、この論文は還暦記念であるが、その後、2011年に刊行された奥島先生の古稀記念論文集第1巻《下篇》『現代企業法学の理論と動態』において、私は「米国商品先物市場における相場操縦規制の最近の展開について」という論文を執筆している。証券市場と隣接する商品先物市場の分野における規制を検討したものである。

第4編は、2006年に専修大学の法科大学院がスタートした当初に、専修ロージャーナルの創刊号に掲載した「アメリカ法における証券業者の信任義務（受託者責任）を巡る近時の議論について」を修正したものである。このときはまだ学部の専任教員であり、その数年後徳本穰先生が筑波大学に移籍したのに伴い、私が法科大学院に移籍するなどとは思ってもいなかったことであった。もっとも、法科大学院のスタート当初から、私も金融商品取引法（当時は証券取引法という名称であった）と商法の一部の授業を担当しており、その縁で掲載させて頂いたものである。私は数年前から専修ロージャーナルの編集委員長を務めており、その意味でも創刊号に重要な論文を掲載させて頂いたことは良かったと思う。

3. 証券会社の法的な意義とその規制

国家経済システムの根幹である証券市場（広義には金融・資本市場）を支える証券会社の法的な規制は、証券市場の公正な価格形成機能を維持するためには、きわめて重要である。それと同時に、証券会社は金融・資本市場のゲートキーパーともいわれ、公開会社の資金調達（ファイナンス）や企業統治（コーポレート・ガバナンス）にとっても主要な役割を担っていることから、その法規制は公開会社法制に関しても大きな意義を持つ。証券会社は、銀行や保険会社といった金融機関とともにきわめて公益性の高い金融機関であり、その法規制は企業法制として金融商品取引法（旧・証券取引法）が中心となるほか、商法・会社法等の対応もなされてきた。

とりわけ証券会社の経営監視、経営破綻への法的対応といった問題については、平成9年の山一証券・三洋証券等の経営破綻、平成10年の証券取引法上の投資者保護基金制度の創設（現在の金融商品取引法79条の20以下に継承）、平成20年のリーマン・ブラザーズの経営破綻に端を発する国際的な金融危機の発生等が重要な契機と

なってきたが、平成24年には国際的な金融機関の経営危機対応といった要請もあり、本書のテーマとも密接に関わる、金融安定化を目的とした緊急時の証券会社等への公的資金注入のための枠組み作りの議論が金融庁において始まっているところである。また平成24年には、広義の金融商品取引業者に含まれる AIJ 投資顧問による巨額の年金消失や証券会社の増資インサイダー取引といった問題も社会的に大きくクローズ・アップされるとともに、投資者保護基金による2例目の経営破綻した証券会社の顧客に対する補償事例も現れた。このように証券会社（業者）の経営監視のための法規制は国際的にも、国内的にも重視されている状況が強まっている。なお、商品先物規制の分野においても商品先物取引業者の経営破綻の問題が同様に論じられており、重要な問題として認識されている。

本書は、金融資本市場・証券市場を支える証券業者の公的な役割を法的側面から考察するための一環として、証券会社の法規制に関する論文をまとめたものである。証券会社（証券業者）を巡る法的規制の内容は、市場の公正性・健全性を確保するため、開業規制、金融商品の勧誘規制を含む種々の行為規制、経営破綻等の際における退出規制といった多様かつ高度なレギュレーションが求められる。そうした公益性の高い法規制の内容については、金融・資本市場法制と公開会社法制に関わる上場企業や国民の経済生活にとってきわめて重要なものがあるため、証券会社（金融商品取引業者）の社会的な役割や法的な責務を常に問い続けることにより、その社会的な存在意義を高めていく必要があると思われる。

そうした多様な規制のうち、本書は公共金融機関である証券会社の法的な意義とその規制の在り方に関する検討の一環として、証券会社の経営破綻への法制度上の対応（投資者保護基金制度等）、経営監視制度（自己資本規制）、顧客資産の分別管理制度、信任義務（受託者責任）等の論点に焦点を当てたものである。とりわけ経営破綻の際において重要な機能を発揮する投資者保護基金制度が中心となっている。この投資者保護基金制度は証券市場の基本的なインフラのひとつである。

4. 本書の具体的な内容

1. 第1編：証券会社の経営破綻と補償のための基金制度の創設・運営

本書は、主に証券会社の経営破綻への法律上の制度的な対応を中心として、金

融・資本市場法制の在り方について、わが国と、アメリカの法制度の歴史的経緯と
その内容等をそれぞれ比較しながら検討するものである。重要な法制度の創設には、
その背景として大きな事件や問題の発生等が関係してくる。

まず本書の中心となる第1編では、アメリカにおける証券会社の経営破綻への法的
対応について、わが国の現在の金融商品取引法上の投資者保護基金制度（同法79
条の20以下。旧証券取引法上の制度を承継）と適宜比較しつつ、その意義と解釈上お
よび立法上の問題点を論じたものである。わが国の制度の重要なモデルとなったア
メリカの「Securities Investor Protection Corporation（証券投資者保護公社、以下、
SIPCとする）」は、様々な歴史的経緯を経て、証券業者の経営破綻におけるセーフ
ティ・ネットとして、投資者への補償のみならず、顧客勘定の一括移管（トランス
ファー）制度等といった制度的な対応措置を設けるに至っている。実質的には、証
券市場（広義では金融・資本市場）の公正な価格形成を確保するための存在意義が
大きいものと思われる。

そこでは、まず、アメリカにおいて1970年に「Securities Investor Protection
Act（証券投資者保護法、以下、SIPAとする）」が制定された際における金融危機とい
った厳しい状況が生じた背景がきわめて参考になる。近時のリーマン・ショックも
含めて、金融危機は歴史上繰り返されてきており、今後も起こることが十分予想さ
れるためである。そうした法的な措置がなされた背景を踏まえつつ、SIPAに基づ
いて創設されたSIPCという補償のための基金運用主体とそのSIPC基金が有する
意義と役割に加えて、「Securities and Exchange Commission（連邦証券取引委員会、
以下、SECとする）」と証券取引所等の自主規制機関との関係、SIPCの活動に対す
る初期の評価とその後の改正の内容等を分析している。こういったSIPAの内容は、
それまでの連邦破産法等といった様々な制度的な対応とそれを巡る議論が前提とな
っている。したがって、そうした検討においてはSIPAが制定される以前の顧客資
産の配分に関する状況についても、コモン・ロー、州法および連邦法の状況に遡っ
て掘り下げ、一般法理としてのコモン・ローにおける代理法理から始まり、州法で
形成された判例法理に続いて、それらを取り入れた1938年における連邦破産法改正
により株式ブローカー条項が制定される前後の動向を概観している。そのなかで、
アメリカでの証券業者の法的な性質ないし位置づけの独自性を明らかにしている。

次いで、証券業者の破綻処理においては投資者への一定金額の補償といった措置が従来主要なものであり、現在も中心的な対応措置である。そうしたことから、第1編の第6章以下においては補償適格対象となる顧客の意義を中心にSIPAによる補償対象の範囲に焦点を当てている。そのようなSIPCによる補償を伴うSIPAに基づく破綻処理と顧客資産の配分について、1970年制定当初における顧客資産の返還手続や、1978年の改正後における顧客資産の返還手続のほか、連邦破産法との関係にも触れている。さらに、安定的な証券市場の機能を確保するため、顧客勘定一括移管制度や直接支払手続等といった多様かつ柔軟な破綻処理のための手法を取り上げており、その意義と内容等について実際の運用の在り方を知るため、具体的な事例を参考として多数分析しつつ、そうした制度の役割を検討している。

そして、こうしたSIPAの制度的な骨格を踏まえると、改めて近時のSIPAの運用状況、主な事例およびその課題が問題になる。第1編の第9章以降においては、とりわけ世界的に著名なリーマン・ブラザーズの経営破綻と2010年のドッド＝フランク法（金融規制改革法）による改正の影響等に加え、2012年に公表された「SIPC現代化特別委員会の報告書」における重要な提言にも考慮しながら、同制度の潜在的な課題と将来的な制度改正への展望も明らかにしている。以上のアメリカ法制の検討作業においては、適宜わが国の投資者保護基金制度等の現行の法制度の状況にも触れ、アメリカ法との比較をしつつ、今後の制度的対応がどうあるべきかという問題の適切な解決策を追求している。

2. 第2編：証券会社の経営破綻とリスク負担・補償の範囲

第2編は、SIPAとSIPCによる証券業者の経営破綻処理のシステムについて、別の角度から検討したものである。そこでは、第1編でその全体像を理解していったことを前提として、証券会社の経営破綻におけるリスク負担と補償対象債権の法的意義といった2つの問題について、さらに掘り下げた考察を行っている。

第1に、証券会社の経営破綻時における投資者保護の意義を問い直し、その対応に要する種々の法的措置の実施に伴って生じうる利害関係者や国民全体を含みリスク負担の問題をアメリカ法を中心に検討を加えている。SIPAによる破綻対応措置の発動に際しては、関係者の間でモラルハザードが発生する余地があり、その適切

な防止策が求められるためである。

第2に、証券会社の経営破綻に際しては、投資者への補償が重要な問題となるが、そのなかでも補償の範囲を画する補償対象債権の法的意義が重要なポイントになる。補償の範囲を巡っては、金額的な上限や補償の対象者等が主たる争点となる。そのため、わが国法制の主要なモデルであるアメリカ法における補償対象の範囲とその問題点について、補償対象となる証券取引顧客（customer）の意義と範囲を明らかにする必要がある。そして、補償対象となる主体の問題および補償が問題となる個々の取引形態を考察し、日本の現行法である金融商品取引法における補償対象債権の意義と範囲について、アメリカの法制度の運用状況と比較しつつ検討している。

3. 第3編：証券会社の自己資本規制・分別管理義務・信任義務

第3編では、これまでの直接的な証券会社の経営破綻への対応措置から、いわばその周延的な領域に範囲を広げて、①証券会社の財務規制の中核である自己資本規制、②顧客資産と証券会社自身の財産との分別管理義務、③証券会社の信任義務（受託者責任ないし信認義務といわれることもある）といった3つの規制内容について、アメリカ法と日本法を比較しつつ、検討を加えている。いずれも証券会社の経営破綻への対応と密接な関連を有し、アメリカにおける証券危機等の状況において形成されてきた、証券会社独自の法制度である。

そのうち第1に、証券会社の自己資本規制においては、アメリカの1930年代の連邦証券規制において証券業者の自己資本規制が導入されてきた経緯を明らかにしたうえで、1975年改正等による新しい統一ルールを採用と1982年改正等の経緯に加え、関連事例の動向と最近の改正の流れについても取り上げている。同様の制度について、わが国では自己資本規制比率と呼ばれるが、アメリカに遅れて導入された後、数次の改正を経て、近時では重要な行政等による監督システムの柱となってきている。

第2に、証券会社の分別管理（保管）義務では、主にアメリカにおいて顧客資産と証券会社自身の財産との分別管理規制が形成されてきた経緯と現状を検証している。証券取引所等の自主規制としてのソフトな対応から、法的なレベルでの厳格な対応への変化等が重要になる。そのうえで、ほぼ同様の法制度を有するわが国の金

融商品取引法制（旧証券取引法制）への示唆を得ようとしている。そうした法制度が一応形のうえでは整った現在でも、分別管理義務違反の事件は後を絶たず、規制や監督体制の在り方については模索が続いている。

第3に、証券会社の「信任義務（受託者責任）」について取り上げている。アメリカにおける証券業者の信任義務というコンセプトは、証券業者の破綻の問題とは若干側面を異にしているものの、証券業者と投資者（顧客）との関係を巡る理論的な基盤とともに、証券業者の法的位置づけに関して法理論の背景として重要な意義を有している。その意味ではこれも、証券業者の経営破綻対応の諸制度の整備構築とも関連するテーマである。歴史的に種々の広い法分野で重要な機能を果たしてきているものの、曖昧なところも多く、きわめて奥行きが深い概念である。

そこでここでは、アメリカ法における信任義務の形成過程を前提に、信任義務の認定基準等を巡る議論の状況を俯瞰しつつ、わが国の状況への考察を行っている。アメリカでは近時のリーマン・ショックやドッド＝フランク法の成立を契機に、わが国では2012年のAIJ投資顧問による年金基金運用上のトラブルといった深刻な事件の発生等を中心に、金融仲介業者を巡る規制の議論が深まってきているところであり、平成25年には同事件を受けて規制を強化する金融商品取引法の改正が成立した。なお、証券取引規制の隣接分野である商品先物業者の信任義務についても取り上げている。

5. 結びに代えて

金融商品は法律家にとって、消費者問題にも関連し、トラブル処理を依頼されることが多い分野のひとつである。ここ最近、金融商品は国民一般に身近になってきており、そのトラブルなどがマスコミでも頻繁に取り上げられている。また、株式等は、企業社会を巡る国家経済の動向を左右する金融・資本市場の中心的な存在でもあることから、国民参加型の民主的な企業社会を実現するためにはその公正なチェックが欠かせない。証券会社は株式等の金融商品の発行から流通までをトータルに担う公益性の高い金融機関であり、その規制は今後も重要であり続けることが予想される。

とはいえ、実はわが国の商法・企業法の学会において、こうした証券会社の在り

方を巡る法的な研究は、これまでまとまった形で1冊の研究書となることがほとんどなかった。勧誘規制等の形で証券会社の活動の一部を断片的に取り上げたものはあっても、証券会社自体の機能に着目したアプローチに乏しかったのかもしれない。その点、アメリカでは古くからの研究が進んでおり、わが国の証券会社に相当する「ブローカー・ディーラー」に関する著作も多いことを大学院生の頃から強く意識し続けていたため、そうした研究を進めることがわが国の公正な資本市場を支える法制度の充実を図るうえで欠かせないと考えてきた。特に本書のテーマである証券会社の経営破綻への法的対応の問題は、わが国では私しか深く研究している者はいない状況である。もとより複雑で難しいテーマであるだけに、私自身の研究状況もまだまだその途上ではあり、完成というにはほど遠いものの、その意味で、ここでこうしたテーマの著書を出版させて頂く意義は少なくないのではないかと考えている。研究テーマの性質上、これで完成した、という状況にはなかなかならないであろうとも思われるためである。おそらくは、多くの研究活動も同様であろう。

そのような研究を大学院生の頃から続けて、偶然にも平成25年は私にとって専修大学に入職してほぼ20年目という節目に当たっている。いわば研究生活における成人式といったところである。果たして立派に成人できたかどうかはともかく、そうした節目に1冊の研究書を、3冊のテキストに続いて出すことができたのは幸運というほかない。その後、10年前の私法学会での個別報告や法科大学院への移籍、公認会計士試験の委員への任命等いくつかの大きな出来事を経て、今年6月からは今村法律研究室の室長を拝命することになった。

このように幸いにも最近、商法ないし企業法に関する3冊の概説書に続いて、これまでの研究論文を集めた研究書を出版することができた。早速それぞれ各方面で紹介されており、今のところ好意的に受け止められているようである。そして、法律実務家や資格試験の勉強などの様々な側面で活用が進んでいる。商法分野は理論のみならず、優れて実務的な側面も有することから本書の読者の範囲についても、企業の法務部や法曹実務家を含め相当広く想定されるところである。